

# 基礎研 レター

## 取引量の増大によるREIT 価格変化率への影響

### 市場流動性指標としての有用性評価

金融研究部 准主任研究員 高岡 和佳子  
(03)3512-1851 takaoka@nli-research.co.jp

#### 1—はじめに

日本国内において、はじめてREITが東京証券取引所に上場してから14年近く経過した。時間の経過と共に、そのマーケット規模、認知度、取引量、取引主体数などの増加が著しい。一般に、取引量や、取引主体数が少ないほど、取引は成立しにくく、市場流動性は低いと評価される。そして、市場流動性が低いほど、市場効率が低いと考えられる。つまり、REITの市場効率はこの14年で大きく変化した可能性が高い。

証券投資理論の多くは、市場は完全に効率的であることを前提にしているが、実際の市場は完全に効率的とは言えない。市場が完全に効率的であることを前提とするモデルにおいて、非効率性の影響は誤差として取り扱われる。以前から筆者は、誤差から非効率性の影響の抽出を試みている<sup>1</sup>。筆者の抽出方法では、二つの係数が得られる。一つは、適正価格からの乖離しやすさを表し、もう一つは、適正価格に戻ろうとする力を表す。

現在は、市場の非効率性が及ぼす影響を抽出する方法の妥当性、そして抽出された二つの係数の市場流動性を表現する指標としての有用性の評価を行っている。今回は、市場規模、取引量の変化が甚だしく、市場の効率性も大きく変化した可能性が高いREITに着目し、評価を行った。当レポートでは、時間の経過と共に二つの係数がどのように変化したかを報告する。

#### 2—高まるREITの市場流動性

分析には、2銘柄の日次収益率データ（2002年1月～2015年3月）を用いた。図表-1は分析対象銘柄の時価総額の推移をあらわしている。いずれの銘柄も、サブプライム問題が表面化した2007年以

<sup>1</sup> 基礎研レポート「[市場流動性の影響を考える 市場流動性を加味したパラメータ推計方法と新たな市場流動性指標の提案](#)」参照

【図表－1】分析対象銘柄の時価総額の推移



降に一度、減少に転じたが、直近の時価総額は当初の5倍程度に及ぶなど、市場規模の拡大は著しい。

このレポートの分析は、時期による市場効率の違いが、二つの係数に与える影響を確認することを目的とする。機械的に期間を分割（3等分）したが、第1期を黎明期、第2期を混乱期、第3期を成熟期と捉えて問題ないだろう。

まず、時期による市場流動性の違いを、時価総額、発行量に占める日次取引量の割合、ILLIQの3つの観点から比較する。時価総額と発行量に占める日次取引量の割合は、値が大きいほど市場流動性が高いと考えられる。一方、ILLIQは低流動性に関する指標で、日次収益率の絶対値を、売買代金で割って求める<sup>2</sup>。そして、値が小さいほど市場流動性が高いと考えられる。

時価総額、及びILLIQに着目すると、時間の経過に従い、いずれの銘柄も市場流動性が高まっているようだ。しかし、第2期と第3期の差は小さい。また、発行量に占める日次取引量の割合に着目すると、第1期から第2期にかけて市場流動性は高まったが、第2期から第3期にかけて、市場流動性が低下した可能性がある（図表－2参照）。第2期と第3期の差は、判断しがたいが、第1期の市場流動性（市場効率）は他の期間に比べ低かった可能性が高いと言える。

【図表－2】流動性に関する数値（期中平均値）の時系列比較

	時価総額(億円)		日次取引量÷発行量		ILLIQ	
	銘柄①	銘柄②	銘柄①	銘柄②	銘柄①	銘柄②
第1期 (2002/1～2006/5)	2,624	2,018	0.23%	0.25%	1.00	1.14
第2期 (2006/5～2010/10)	5,996	4,329	0.42%	0.43%	0.43	0.62
第3期 (2010/10～2015/3)	6,327	5,318	0.31%	0.32%	0.35	0.38

<sup>2</sup> Amihud, Y. (2002), “Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects”, Journal of Financial Markets, 5(1)

### 3—(楽観的解釈)ミスプライス発見機能が強化

さて、本題である二つの係数の推移は図表－3の通りである。適正価格からの乖離しやすさは0より大きい値をとり、値が小さいほど適正価格からの乖離が起これにくいこと（市場効率が低い）を意味する。一方、適正価格に戻ろうとする力は-1より大きく0より小さい値をとると考えられ、-1に近いほど適正価格に戻ろうとする力が大きいこと（市場効率が低い）を意味する。

ここでは、混乱期とも捉えられる第2期を無視し、第1期と第3期に着目する。第1期と第3期では市場流動性（市場効率）が異なると考えられるが、いずれの銘柄も適正価格からの乖離しやすさに大きな変化はない。一方、適正価格に戻ろうとする力は大きくなっている。

適正価格からの乖離しやすさに大きな変化が生じなかった理由の一つとして、呼び値の単位の存在が考えられる。呼び値の単位が存在する以上、取引できる価格に制限が有る<sup>3</sup>。また価格水準の上昇に比例して呼び値の単位は拡大する傾向にあるため、価格が上昇しても呼び値の単位の影響は軽減されにくい。適正価格からの乖離が生じる要因はこの限りではないが、適正価格からの乖離の大部分が呼び値の単位の存在に起因するならば、時価総額が増加しても適正価格からの乖離のしやすさに変化は生じない。一方、適正価格に戻ろうとする力は増した。これは、取引量の増大により、ミスプライスが放置されにくい環境になったと解釈できる。

【図表－3】二つの係数の推移

	適正価格からの乖離しやすさ		適正価格に戻ろうとする力	
	銘柄①	銘柄②	銘柄①	銘柄②
第1期 (2002/1～2006/5)	<b>0.78%</b>	<b>0.63%</b>	<b>-0.06</b>	<b>-0.12</b>
第2期 (2006/5～2010/10)	0.44%	1.38%	-0.35	-0.17
第3期 (2010/10～2015/3)	<b>0.75%</b>	<b>0.63%</b>	<b>-0.13</b>	<b>-0.30</b>

### 4—今後の課題

混乱期とも捉えられる第2期については、銘柄により傾向が異なり、解釈が難しい。また、時価総額、ILLIQ においては、銘柄①は銘柄②より、市場流動性が高そうである。しかし、混乱期を除く第1期及び第3期における二つの係数は、いずれも銘柄②の市場流動性が高いことを示している。

今回の結果だけでは、第2期における結果を解釈することの難しさを市場混乱期の特殊要因と決めつけることも、時価総額、ILLIQ では真の市場流動性を把握できないと判断することも不適切である。同様に、市場の非効率性が及ぼす影響を抽出する方法の妥当性、そして抽出される二つの係数の市場

<sup>3</sup> 基礎研レポート「[相関係数を改めて考える～「見方」を変えると答えが変わる](#)」参照

流動性を表現する指標としての有用性を否定することもできない。引き続き、幅広い方法で検証し、より良い市場の非効率性が及ぼす影響を抽出する方法の構築に向かって努力したい。